

Opinion

Forum
上证论坛

有人说,热钱冲击股市和房地产市场,后果严重,不可不查。且不说查的难度太大,单说股市和房地产的剧烈波动,究竟是否热钱引发,就是个问题。社保基金眼下已经退出了股市,在房地产市场上,央企主导的房地产公司,让地王频现,难道热钱有这个能力和胆量?从这个意义上说,与其劳神费力测算热钱的规模,不如来个釜底抽薪,加快资本项目可兑换步伐。

千万别太高估了热钱的规模与能量



热钱正引起学术界和管理层越来越大的关注,在资本流动受管制的条件下,这是容易理解的。热钱曾直接导致1997年亚洲部分国家的金融危机,也是一国资本市场剧烈波动的根源之一。热钱的泛滥更冲击着央行货币政策的独立性,给央行的决策增加了难度。因此,管理层特别是央行,必须对热钱的规模有个大致准确的估计。遗憾的是,中国热钱的规模有多大,几乎成了一个谜,令决策者左右为难。

首先是,计算者们的口径有很大差异。目前主要的计算方法有三个:

一个是“残差法”。这也是世界银行估算热钱的方法,即用国家外汇储备的增加量,减去贸易顺差,再减去FDI(外国直接投资)的

净流入量,剩余的部分,即残差就是热钱。这个方法的原理是,中国实行结售汇制度,企业对外贸易赚取的外汇,即贸易顺差,都要卖给央行,形成国家外汇储备,而通过FDI进入的外汇,要通过正常渠道换成人民币,最后也形成国家的外汇储备。外汇储备大于顺差和FDI之和的部分,就不是正常渠道进来的钱,可以认为是热钱。这个方法有明显的漏洞,它实际上假定企业对外贸易和FDI中不存在热钱,这当然是不现实的。

另一个是“误差与遗漏项”法。与第一个方法类似,以央行编制的国际收支平衡表中的“误差与遗漏项”,来代表热钱的规模。具体说就是,如果为正,表示有热钱流入;如果为负,表示有热钱流出。这个方法的毛病是,“误差与遗漏项”里边有统计误差,这个误差可能与热钱有关,也

可能毫无关系,仅仅是技术失误所致。把误差和遗漏当作热钱是不恰当的。

再一个是“分渠道估算法”。鉴于前两种估算方法可信度差,不少学者主张从热钱流入渠道去统计,把从贸易渠道流入的、通过直接投资渠道流入的、通过外债渠道流入的三方面热钱规模加总,就可以得出热钱的大致规模。这是目前最被认可的方法。只是渠道过于复杂,难以跟踪,很多时候是否热钱也难以鉴别,因此计算成本太高,是“不可能完成的任务”。

鉴别如此困难,是因为热钱流入的方式和方法五花八门:

比如在贸易渠道,有进出口价格虚报、预收货款、延迟付汇和假贸易合同等等;在非贸易渠道,可以通过运输、旅游、广告、咨询、法律服务等项目导致的收付行为,为热钱流入提供便利;通过个人项目也可以进行热钱流入。在繁多的热钱流入方法中,通过个人贸易佣金形式是最应该引起关注的。贸易佣金是个人通过贸易中介获得的合法收入。这个方法,需要与热钱输入的单位或个人先签订虚假佣金合同,然后通过离岸账户向国内个人账户汇款,以巧妙躲避外汇监管。

热钱在资本项下的流入方式,最传统的是“假外资”。先在境内注册成立所谓的外商独资企业,而后从外汇黑市购得外汇,再通过境外专门的兑换公司将资金汇入国内。而现在,笔者认为,地下钱庄正成为热钱进入的新渠道和主要渠道。地下钱庄的运作方式,早已今非昔比。假设你设在境外某地把钱打到当地某一个指定的账户,被确认后,内地的地下钱庄自然就会帮你开个户,把你的外币转成人民币了。根本就不需要有外币进来。

为什么连最权威的国家外汇管理机构,也不能准确估计热钱的规模?这是因为管理部门的职责范围是有限的,他们仅仅能对体制内的单位及外汇进出有权利和监测办法。当地下钱庄尚未活跃的时候,或者运作方式比较传统的时候,管理部门也能窥一斑而知全豹,但是,一切都在变化,地下钱庄也在“进步”,道高一尺,魔高一丈。这个时候,热钱规模也许已经更为庞大,但是管理部门却越来越无能为力了。

地下钱庄的存在,并非全为热钱,民间对于资金的饥渴,有目共睹,而热钱也并非全为扰乱市场而来(热钱与洗钱是两回事)。人民币虽已实现了经常项目下的可自由兑换,但规模非常有限;在资本项目,仍然实行管制。

当企业获得了外汇,也有意愿去海外投资时,受到制度约束,只能求助于非正式渠道,包括地下钱庄。同样地,国外的机构,想进入中国的资本市场,以及房地产市场,也只能通过诸如地下钱庄等隐蔽方式。资金如水,总要逐利,很难阻挡。

过去我们外贸部门一直以创汇为其目标,总嫌外汇不够多,不能应付“不时之需”,而当前,中国外汇储备规模已然世界第一,发愁的是如何用。为此成立的类似于主权基金的投资机构,对外投资的成绩令人唏嘘。放开企业对外投资,利用全社会的智慧,保证外汇储备的安全和增值的呼声不绝于耳,也渐渐被管理层听了进去,只是不见诸于行动。

经常听说,资本项目不开放,是因为我们管理资本流动的能力不够,可是,现在看来,很大程度上,这是一种倒因为果的说法。正是因为资本项目不开放,造成诸多隐蔽和非法的资本流动渠道,才使央行没有能力监管它。如果一切在光天化日之下,以央行的手段和能力,监测和管理,岂非易事?

有人说,热钱冲击股市和房地产市场,后果严重,不可不查。且不说查的难度太大,单说股市和房地产的剧烈波动,究竟是热钱引发,就是个问题。社保基金眼下已经退出了股市,在房地产市场上,央企主导的房地产公司,让地王频现,难道热钱有这个能力和胆量?因此选择让伯南克连任,尽早决定消除因美联储主席更换带来的不确定性,无疑是个明智的决定。

美联储虽然号称“最独立”的央行之一,但是所谓独立性也只是相对的,美联储主席由总统提名任命,必然要受制于政治因素的影响。金融危机发生,格林斯潘落下了神坛,美联储信誉大受打击,地位已大不如前。在危机中,美联储购入资产的潜在损失,最终需要由纳税人承担,因此引来政府和国会的“关心过问”在所难免。尤其信誉的损失必然带来独立性的不稳。但是不管如何,央行独立性的缺失极易导致灾难性通胀,所以哪怕美联储不再那么可靠,但是维护央行独立性理念的力量在美国还是很大。这也是为什么美国的经济学家会联名呼吁政府和国会减少对美联储干预的原因。伯南克一再强调捍卫美联储独立性的决心,其实也多少借此达到了个人连任的目的。

伯南克连任,甚至对于中国来说也是有益处的。从历史经验看,美欧等国央行自上世纪80年代以来,在控制通胀方面已有一定的建树,同时也正因为央行具备独立性,美欧等国央行虽然大量购买国债,但是金融市场反映的通胀预期却比较稳定。相反,在一些新兴经济体,却出现对通胀预期歇斯底里的反应,央行欠缺独立性无疑是一个重要根源。此外,作为研究大萧条和通胀目标制的学者,伯南克控制恶性通胀的决心还是让人放心的。这些都有助于通胀预期的稳定。未来,如果能够有效控制通胀,美联储将不至大幅加息,我国持有的美国国债的账面价值以及美元资产的购买力都会有一定的保障。假设换个人如白宫国家经济委员会主任萨默斯任主席,那么美联储独立性恐怕就更加难保,我们对于美联储债务货币化担忧无疑会更甚。

未来,伯南克面临的挑战一点都不轻松,经济复苏尚不稳定,非常规货币政策退出策略虽然已做好技术准备,但时机选择仍需要小心谨慎。所谓央行独立性,只能是建立在自身良好信誉的基础之上,是在历史经验教训中,经过多年苦心经营建立起来的,并不是理所当然的。从这个角度看,万一伯南克再次搞砸的话,美联储的独立性就真的岌岌可危了。

(作者系广东商学院副教授,经济学博士)

既是旗舰公司 就非得志存高远不可

◎陈宁远

中国人寿本周二披露2009年上半年报,公司实现净利润139.2亿元,对应每股收益0.49元,同比增长29%,每股利润居A股上市的三家保险公司之首,基本符合市场预期。已公布半年报的中国平安业绩同比下降38.8%,下周一才公布半年报的中国太保则业绩预降60%。

看利润比较,这份业绩委实不错。尤其是经历了次贷危机之后,一向强调稳健的中国人寿,依然是市场份额和盈利水平的长跑冠军,公司价值又一次得到了认可。而细读报表,中国人寿正面对公司结构调整的挑战并且这个调整之路将很长,现实就很清晰的反映了出来。也许中国人寿现在的优势依然可以保持相当长的时间,但像中国人寿这样志存高远的旗舰型公司,显然还要考虑十年八年之后的情形,尤其是是否还凭借中国保险历史性资产积累而保持住市场最大的领先地位这样的问题。这却需要进一步检验。

比如报告期内,中国人寿根据市场调节资产配置的能力,就稍弱于同行的平均水平。虽然报告期内,公司实现总投资收益321.92亿元,同比增加了58.31%,但这只是总量的变化,是自我比较的结果,是公司财务报表口径变化造成的。

比如公司当期公允价值变动损益由负变正,增加为15.23亿元,同时资产减值损失同比下降59.39%。另一方面,今年以来资本市场向好,投资收益增长顺理成章。资本市场回暖导致交易性金融资产浮盈增加和资产减值损失下降,这是保险公司集体共享的宏观环境。大的环境好,水涨船高,水平的高低就得看投资收益率了。而报告期内中国人寿的投资收益率,低于同行平均水平:低于中国平安的4.8%,也低于行业3.44%的平均水平。这至少说明中国人寿在今年上半年对节奏的判断上,比市场的趋势慢了半拍。因为中国人寿在6月才开始大规模增加二级市场的投资,而中国平安则一季度就完成了加仓。

当然,市场是复杂多变的,而投资是长期的,半年里慢半拍,并不证明中国人寿一定就出现了结构性的投资问题,也许到了下半年或者

明年,中国人寿现在的慢节奏,就有可能被证明是正确的。

反映中国人寿迫切需要调整结构的最明确信号,是保险公司的主要业务收入——保费收入,以及市场份额。

报告期内公司原保险合同保费收入为1,728.22亿元,同比降低5.08%;虽然市场份额为39.2%,继续在中国寿险市场保持很大程度的领先地位,只是与2007年公司招股说明书里的情况相比较,上市当年,公司市场份额接近45%,而同时期内中国寿险的保费收入,年复合增长率超过27%,是世界上增长最快的市场。短短两年时间,中国人寿的市场份额是呈下降趋势的。

这个问题,今年3月以来尤其明显。截至今年7月,中国人寿保费收入连续5个月负增长,月度保费收入同比降幅都在10%以上。

虽然有去年同期基数较高,公司业务结构调整(银保产品变化)的影响等客观原因,但保费收入增长放缓是明显的。这可以说是中国人寿上市以来,来自市场的最大挑战。因为与此同时,国内其他公司的增速依然在加快,比如中国平安上半年保费收入同比增长34.3%。

不能不说一下中国人寿与控股股东的关系。

首当其冲的是,控股股东中国人寿保险(集团)公司相当数量的资产,和中国人寿有业务冲突。

为了避免造成不必要的关联交易,从而公司削弱市场的竞争力,是否应该考虑整体上市,至今没有相关的完整时间表。

半年报里,公司依然提到的拖延了两年之久的中保康联人寿保险有限公司的问题。

中国人寿(集团)公司持股51%的中保康联,

经营范围和中国人寿高度重合,这个问题不解决,

市场的疑问很难消除。

在笔者看来,这个或者并不最大影响公司业绩的合资公司问题,可能是中国人寿在市场上最不容小觑的短板。

因为它意味着,控股股东

中国人寿保险(集团)公司在某种程度上和上市公司投资人利益最大化是矛盾的。

比起投资的暂时落后,比起保费收入的增长放缓,这显然更是需要中国人寿以及集团下大决心去抓紧解决的。

(作者系独立财经观察人士)

Column 专栏

外汇储备不断巨量累积,对于中国自身而言,意味着外汇占款压力和美债投资风险不断蓄积,这迟早也会成为一个不可承受之重。除了借助“战略与经济对话”机制(S&ED)等双边高层平台,与美国坦诚交流,化解冲突外,分步骤、有阶段地将人民币推向国际市场则是更佳调整策略。而要推动国民经济真正转向内需为主,还必须下决心推动相关的制度变迁。



刘涛

说起来,中国外汇储备的高速增长不过是最近十余年的事。就在1996年之前,中国外汇储备还长期徘徊于1000亿美元下方;而1996年之后,外汇储备增长迅速驶入快车道,2006年外储跨入万亿美元大关,并在其后两年以每年平均4000亿美元的速度急剧扩张。

2008年下半年全球金融危机加剧以来,随着中国出口大幅下降和全球范围内“去杠杆化”导致美元大量流出等因素,去年10月、今年1月、2月中国外汇储备存量一度出现负增长。但今年第二季度后,随着全球经济复苏预期的转暖,大量国际短期资本重新流入中国、印度等新兴市场国家,加上汇率的估值效应和外汇资产投资收益,使得上半年中国外储在国内外黯淡的经济形势下,依然增加了1856亿美元。值得注意的是,6月外汇储备同比多增302亿美元。照此趋势看,今年外汇储备超过23万亿美元也并不令人惊讶。

外汇储备本身不是坏事。麻烦的是,中国外

储规模是如此之高,以至于它将不可避免地引发国内外一系列连锁反应。当然,笔者并不认为2万亿美元的外汇储备将彻底改变中美经贸关系的现状;不过,它将使得目前本已盘根错节的两国经贸关系进一步复杂化;变和不变、合作和冲突的可能性正在增加。

首先,它的确有助于推动人们反思当前中美增长模式,但中短期内很难从根本上改变现状。早在此次金融危机之前,包括美联储主席伯南克在内的第一批西方学者和官员就不断宣称,全球范围内的国际收支失衡终将难以维持下去,美国人应当学会存钱;而中国人则应学会花钱。

表面上看,从去年8月开始,美国个人储蓄率已从0.8%的低位开始反弹,到今年5月已升至6.9%,为过去15年以来最高水平。不少人据此推断,美国人的消费习惯已大变,这将减少对中国资本的依赖。笔者当时认为这种判断可能过于乐观,美国居民个人储蓄率回升,主要来自金融危机中美国政府实行财政刺激计划、国内消费物价回落等一系列短期因素所致,而这是不可持续的。在美国居民持久收入没有显著提高的情况下,美国储蓄率偏低这一事实将在长期内难以彻底逆转。

总体来看,中国外汇储备不断巨量累积,不仅给美国国会及一些利益集团以更多攻击口实;对于中国自身而言,外汇占款压力和美债投资风险不断蓄积,迟早也会成为一种不可承受之重。据此,笔者以为,对于中国政府而言,借助之重。

同样,在中国社保体系、医疗体系、教育体系改革未出现根本性改善的前提下,中国居民的高储蓄率也不可能有明显降幅。中国经济从外需驱动型转向内需、特别是消费驱动型难以一蹴而就。

其次,它有可能使中美之间围绕人民币升值的矛盾变得愈发尖锐,使得中国被迫持有更多美国国债和美元资产。据美国财政部统计,截至今年5月,中国持有美国国债总额已高达8015亿美元;虽然中国6月总体减持了251亿美元,但仍是美债最大持有国。如此庞大的美债,等于是中美两国间形成了一种“恐怖的金融平衡”,任何一方想要马上退出都是不可能的。

因此,至少在今后两年内,在美国走出危机之前,中国继续买入美债,仍是符合双方需要的。

再者,它使得中国政府不得不下决心思考改变美元在国际金融体系中“一超独大”的局面,而这又引发了“超主权货币”的争论及人民币国际化问题。

总体来看,中国外汇储备不断巨量累积,不仅给美国国会及一些利益集团以更多攻击口实;对于中国自身而言,外汇占款压力和美债投资风险不断蓄积,迟早也会成为一种不可承受之重。据此,笔者以为,对于中国政府而言,借助之重。

“战略与经济对话”机制(S&ED)等双边高层平台,与美国进行坦诚的交流,消除误会,化解冲突,的确是很好的调整策略。在美国前总统布什第二任期,中美两国间共进行了5次战略经济对话和6次战略对话,由此也使得布什第二任期成为中美政治经济关系史上最好的时期之一。笔者相信,在美债投资、人民币升值等关键议题上,对抗和恫吓无助于解决问题,只有沟通、对话才是弥合分歧的最根本办法。

不过,看起来分步骤、有阶段地将人民币推向国际市场是更重要的一步。从地域上来看,人民币国际化的进程有一个先周边、再区域、最后全球的渐进过程;从货币职能上看,人民币国际化也存在一个从计价和结算货币到国际储备货币的自然演变过程。目前,中国采取的务实策略是,短期内推动国内试点城市与港澳地区及东南亚实现跨境结算;中期内在上海、深港等地区建立境内离岸金融市场;而远期目标则是资本账户全面开放,力争使完全可自由兑换的人民币成为各国乐于接受的国际储备货币。

当然,要想真正消除中国居民的“低储蓄恐惧”根源,推动国民经济真正转向内需为主,就必须下决心推动相关的制度变迁。

(作者系宏观经济分析师)

伯南克连任 美联储独立性险胜一回

◎潘成夫

奥巴马终下决心,提名明年1月31日任职到期的伯南克连任美联储主席。终于使伯南克获得重建美联储信誉和证明自己的机会,避免成为近30年来第一位只任一届的美联储主席,可谓是伯南克的个人胜利。同时,这还一定程度上体现了央行独立性理念的力量。

面对危机,伯南克掌舵的美联储最大限度地利用了法定权力,大胆采取了各种非常规措施,包括将联邦基金利率降至接近零的水平,创设了五花八门的货币政策工具,实施量化宽松货币政策,让美联储直接行使商业银行的职能,向金融市场大量注入流动性。正如奥巴马所言,尽管美国经济距全面复苏尚远,但目前经济状况已有所好转。而伯南克功不可没,即使伯南克对次贷危机反应稍显迟缓,但是其后的所作所为,至少可以证明伯南克是称职的主席。奥巴马自然明白临阵换将的危险,因此选择让伯南克连任,尽早决定消除因美联储主席更换带来的不确定性,无疑是个明智的决定。

美联储虽然号称“最独立”的央行之一,但是所谓独立性也只是相对的,美联储主席由总统提名任命,必然要受制于政治因素的影响。金融危机发生,格林斯潘落下了神坛,美联储信誉大受打击,地位已大不如前。在危机中,美联储购入资产的潜在损失,最终需要由纳税人承担,因此引来政府和国会的“关心过问”在所难免。尤其信誉的损失必然带来独立性的不稳。但是不管如何,央行独立性的缺失极易导致灾难性通胀,所以哪怕美联储不再那么可靠,但是维护央行独立性理念的力量在美国还是很大。这也是为什么美国的经济学家会联名呼吁政府和国会减少对美联储干预的原因。伯南克一再强调捍卫美联储独立性的决心,其实也多少借此达到了个人连任的目的。

伯南克连任,甚至对于中国来说也是有益处的。从历史经验看,美欧等国央行自上世纪80年代以来,在控制通胀方面已有一定的建树,同时也正因为央行具备独立性,美欧等国央行虽然大量购买国债,但是金融市场反映的通胀预期却比较稳定。相反,在一些新兴经济体,却出现对通胀预期歇斯底里的反应,央行欠缺独立性无疑是一个重要根源。此外,作为研究大萧条和通胀目标制的学者,伯南克控制恶性通胀的决心还是让人放心的。这些都有助于通胀预期的稳定。未来,如果能够有效控制通胀,美联储将不至大幅加息,我国持有的美国国债的账面价值以及美元资产的购买力都会有一定的保障。假设换个人如白宫国家经济委员会主任萨默斯任主席,那么美联储独立性恐怕就更加难保,我们对于美联储债务货币化担忧无疑会更甚。

未来,伯南克面临的挑战一点都不轻松,经济复苏尚不稳定,非常规货币政策退出策略虽然已做好技术准备,但时机选择仍需要小心谨慎。所谓央行独立性,只能是建立在自身良好信誉的基础之上,是在历史经验教训中,经过多年苦心经营建立起来的,并不是理所当然的。从这个角度看,万一伯南克再次搞砸的话,美联储的独立性就真的岌岌可危了。

(作者系广东商学院副教授,经济学博士)

巨额外储下的中美经贸关系盘根错节

此一时,彼一时。对于中国外汇管理当局而言,目前高达2.1316万亿美元的外汇储备,与其说是荣耀和政绩,倒不如说是一种巨大的无形压力。

说起来,中国外汇储备的高速增长不过是最近十余年的事。就在1996年之前,中国外汇储备还长期徘徊于1000亿美元下方;而1996年之后,外汇储备增长迅速驶入快车道,2006年外储跨入万亿美元大关,并在其后两年以每年平均4000亿美元的速度急剧扩张。